

推荐（维持）

持续推进多品牌梯度发展战略 业绩有望稳增

风险评级：中风险

太平鸟（603877）深度报告

2018年10月31日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

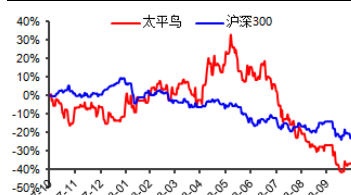
电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

主要数据 2018年10月30日

收盘价(元)	17.90
总市值(亿元)	86.07
总股本(亿股)	4.81
流通股本(亿股)	1.99
ROE(TTM)	17.30%
12月最高价(元)	37.55
12月最低价(元)	15.53

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **公司持续推进多品牌梯度发展战略。**公司旗下拥有PEACEBIRD女装、PEACEBIRD男装、乐町LED'IN女装、MATERIAL GIRL 女装、Mini Peace童装、PEACEBIRD LIVIN'太平鸟巢等多个品牌。公司品牌组合在性别、年龄、价格上存在梯度，已形成了核心品牌、新兴品牌、培育品牌三个不同发展梯度的品牌组合，具备滚动式发展的潜力。
- **形成了四轮驱动的渠道模式。**目前公司终端渠道已形成街店、百货商场店、购物中心店、网上销售为核心的四轮驱动渠道模式。其中街店、百货店是公司的传统销售渠道。近几年顺应潮流加大了对购物中心和电商的布局。2015-2017年，对传统渠道进行了调整，关闭了部分低效街店，街店零售额呈下滑趋势；百货店零售额保持稳定增长，但零售额占比逐年下降。购物中心店零售额保持较快增长，2015-2017年年均复合增速约为21.9%，零售额占比逐年上升。电商零售净额2015-2017年年均复合增速约为39.7%。
- **与服装龙头森马服饰、海澜之家相比，公司线下渠道仍有较大扩张空间。**2018年上半年末，森马服饰线下门店总数8864家，其中休闲服饰和儿童服饰门店总数分别达到3883家和4981家；海澜之家门店总数达到6097家，其中“海澜之家”品牌门店总数达到4694家，爱居兔门店总数达到1158家；拉夏贝尔门店总数达到9674家。2017年末，公司PEACEBIRD女装和男装门店总数分别为1526家和1226家，童装Mini Peace仅761家，乐町LED'IN女装仅591家。与行业可比公司相比，公司终端门店还有较大扩张空间。
- **2017Q4业绩恢复正增长，2018年保持正向回升。**公司自2014年开始业绩增速持续下滑，2017年前三个季度净利润仍在下滑，自Q4开始恢复正增长。2018年业绩保持正向回升。2018年前三季度实现营业总收入48.88亿元，同比增长13.14%；实现归母净利润2.82亿元，同比增长69.72%。公司2018年业绩保持较快增长主要得益于：主营保持稳增，存货跌价有所减少及资产处置收益大增等。如果剔除此类因素影响，预计营业利润同比增长约31%。
- **投资建议：维持推荐评级。**预计公司2018-2019年EPS分别为1.39元和1.79元，对应PE分别为13倍和10倍。公司持续推进多品牌梯度发展战略，线上线下有望保持快增，业绩有望保持稳增。当前估值较低。维持推荐评级。
- **风险提示。**终端消费低迷、业绩增长不达预期。

目 录

1.公司持续推进多品牌梯度发展战略	3
2.线下渠道持续优化 线上快速发展	5
3.公司业绩有望保持快增	8
4.国内中档休闲服饰市场仍有较大成长空间	8
5.投资建议：维持推荐评级	9

插图目录

图 1：公司品牌结构	3
图 2：公司品牌在价格年龄上存在梯度	3
图 3：公司 2018 前三季度品牌营收占比（%）	4
图 4：公司核心品牌营收同比增速（%）	4
图 5：公司乐町 LED' IN 和 Mini Peace 营收（亿元）	4
图 6：公司乐町 LED' IN 和 Mini Peace 营收占比（%）	4
图 7：公司其他品牌营收（亿元）	5
图 8：公司其他品牌营收占比（%）	5
图 9：公司 2018 年上半年不同渠道零售额占比（%）	5
图 10：公司不同渠道零售额（万元）	5
图 11：公司线下渠道营收（亿元）	6
图 12：公司线下门店数量（家）	6
图 13：公司线下收入及占比（亿元，%）	7
图 14：公司线上收入及占比（亿元，%）	7
图 15：公司近几年业绩（亿元）	8
图 16：公司近几年业绩同比增速（%）	8
图 17：我国成人休闲服饰市场规模（亿元）	9
图 18：国内成人中档休闲服饰市场规模（百万元）	9

表格目录

表 1：公司品牌简况	3
表 2：行业可比公司线下渠道数量及收入占比	7
表 3：行业可比公司线上收入及占比	7
表 4：公司盈利预测简表	10

1.公司持续推进多品牌梯度发展战略

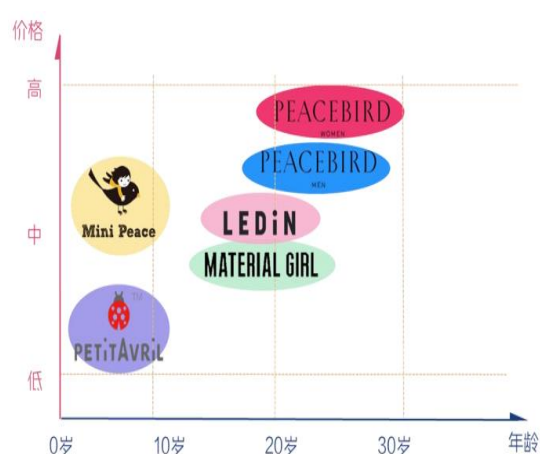
公司旗下品牌涵盖男装、女装及童装，目前已形成有梯度的品牌组合。公司是一家以零售为导向的多品牌时尚服饰运营商，致力于为消费者提供中等价位的优质时尚休闲服饰。公司旗下拥有PEACEBIRD女装、PEACEBIRD男装、乐町LED'IN女装、MATERIAL GIRL女装、Mini Peace童装、PEACEBIRD LIVIN'太平鸟巢等多个品牌。公司品牌组合在性别、年龄、价格上存在梯度，并在目标消费群、品牌定位及产品设计等方面相互补充，已形成了核心品牌、新兴品牌、培育品牌三个不同发展梯度的品牌组合，具备滚动式发展的潜力。

图 1：公司品牌结构



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 2：公司品牌在价格年龄上存在梯度



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

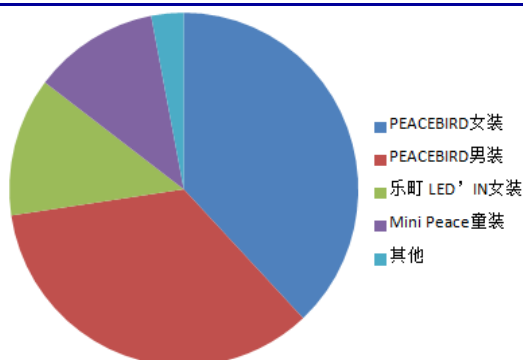
表 1：公司品牌简况

品牌发展梯度	品牌名称	创立时间	品牌标识	品牌风格目标消费群
核心品牌	PEACEBIRD 女装	1997 年	PEACEBIRD WOMEN	时尚、活力、亚洲 25-30 岁的都市女性
	PEACEBIRD 男装	1995 年	PEACEBIRD MEN	时尚、优雅、亚洲 25-30 岁的都市男性
新兴品牌	乐町 LED' IN 女装	2008 年	LED' IN	甜美、优雅、活力 18-25 岁的都市少女
	Mini Peace	2011 年	Mini Peace	时尚、活泼 4-10 岁的都市儿童
培育品牌	MATERIAL GIRL 女装	2013 年	MATERIAL GIRL	都市、明星、音乐 18-25 岁的新时代少女
	贝甜童装	2018 年	PETIT AVRIL 贝甜	奇趣、舒适、时尚的法式婴幼儿童装，1-14 岁儿童
	太平鸟巢	2012 年	Peacebird Home 太平鸟·巢	时尚简单；探索、简单、年轻的家庭客群

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

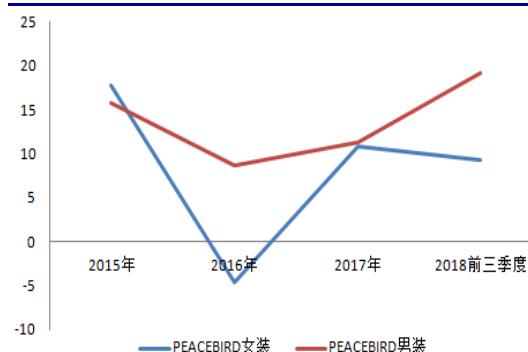
公司核心品牌PEACEBIRD贡献主要收益，保持稳健增长。公司核心品牌PEACEBIRD女装和男装营收占比合计超过70%，贡献主要受益。2015-2017年PEACEBIRD女装分别实现营业收入25.42亿元、24.24亿元和26.85亿元，三年年均复合增速为7.6%；PEACEBIRD男装营业收入分别为20.84亿元、22.64亿元和25.2亿元，三年年均复合增速为11.8%。2018年前三季度PEACEBIRD女装和男装营收分别为18.27亿元和16.66亿元，分别同比增长9.33%和19.22%。

图 3：公司 2018 前三季度品牌营收占比 (%)



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

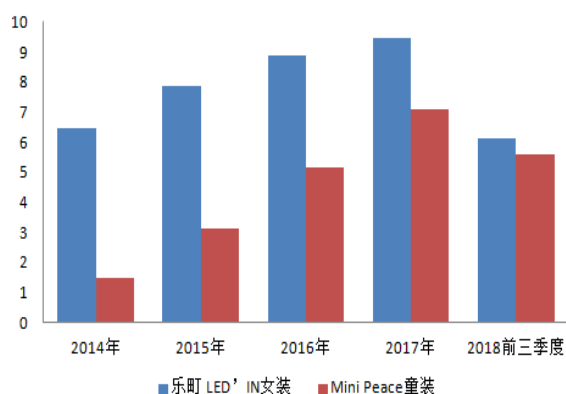
图 4：公司核心品牌营收同比增速 (%)



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

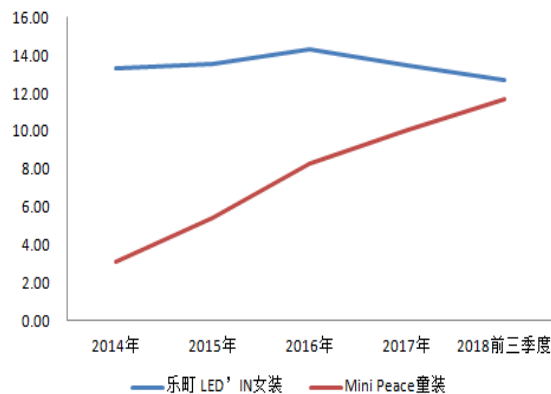
新兴品牌乐町LED'IN女装和Mini Peace童装销售规模不断扩大。2008年PEACEBIRD女装增设乐町产品系列，2010年成立乐町服饰事业部，独立运营乐町品牌，销售规模不断扩大。2015-2017年营业收入分别为7.85亿元、8.88亿元和9.48亿元，三年年均复合增速约为13.6%；2018年前三季度实现营业收入6.1亿元，同比下降1.82%。乐町已完成了联营转加盟的运营模式调整，零售总额有望逐步恢复。2011年公司创立Mini Peace童装品牌，目前Mini Peace品牌由太平鸟童装事业部运营管理，销售规模持续快速增长。2015-2017年Mini Peace童装分别实现营业收入3.11亿元、5.16亿元和7.09亿元，三年年均复合增速约为68.6%；2018年前三季度实现营收入5.61亿元，同比增长24.2%。

图 5：公司乐町 LED'IN 和 Mini Peace 营收 (亿元)



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 6：公司乐町 LED'IN 和 Mini Peace 营收占比 (%)

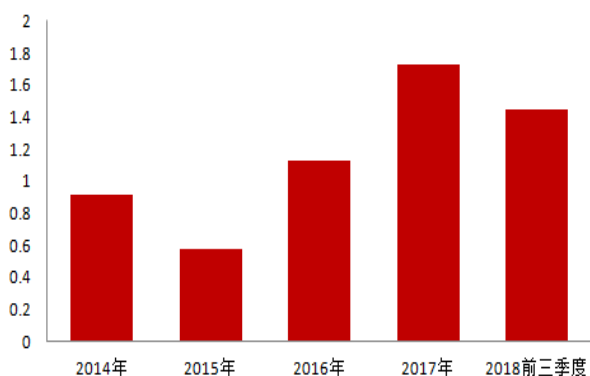


资料来源：公司公告，东莞证券研究所

培育品牌逐步发力。2013年，公司与ICL-Material Girl Limited合作，引入了美国纽约都市少女装品牌 MATERIAL GIRL，目前由玛蒂丽尔事业部运营。MATERIAL GIRL定位于具有较大潜力的细分市场，目前仍处于品牌培育发展阶段。2018年上半年，MATERIAL

GIRL女装实现零售额1.20亿元，同比增长21.1%。2018年，公司成立宁波贝甜时尚服饰有限公司，开展法式童装贝甜PeTiT AvRiL的培育。贝甜品牌目前由乐町事业部培育运营，致力于打造高品质、高品位的平价童装，与已有品牌Mini Peace形成价格梯度。2018年，公司增资入股宁波太平鸟巢艺术文化传播有限公司。太平鸟巢品牌致力于为新生代客户提供时尚、实用和平价的家居装饰类产品。2018年前三季度，公司培育品牌实现营收1.45亿元，同比增长22.94%，营收占比达到3%，较2017年提高0.56个百分点。

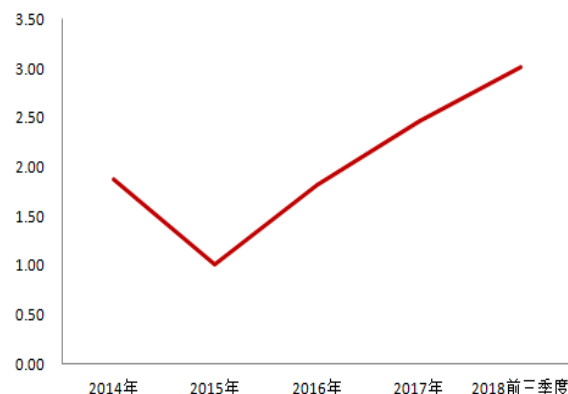
图 7：公司其他品牌营收（亿元）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

备注：其他品牌主要包括MATERIAL GIRL女装、贝甜童装和太平鸟巢等。

图 8：公司其他品牌营收占比（%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

2.线下渠道持续优化 线上快速发展

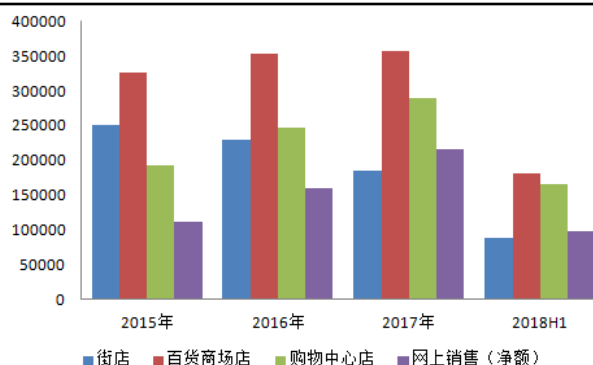
形成了四轮驱动的渠道模式。目前公司终端渠道已遍布全国31个省市、自治区和直辖市，已形成街店、百货商场店、购物中心店、网上销售为核心的“四轮驱动”渠道模式。其中街店、百货店是公司的传统销售渠道。近几年顺应潮流加大了对购物中心和电商的布局。2015-2017年，对传统渠道进行了调整，关闭了部分低效街店，街店零售额呈下滑趋势；百货店零售额保持稳定增长，但零售额占比逐年下降。购物中心店零售额保持较快增长，从2015年的19.31亿元增长至2017年28.68亿元，三年年均复合增速约为21.9%，零售额占比逐年上升。电商零售净额从2015年的11.11亿元增长至2017年21.66亿元，三年年均复合增速约为39.7%。

图 9：公司 2018 年上半年不同渠道零售额占比（%）

图 10：公司不同渠道零售额（万元）



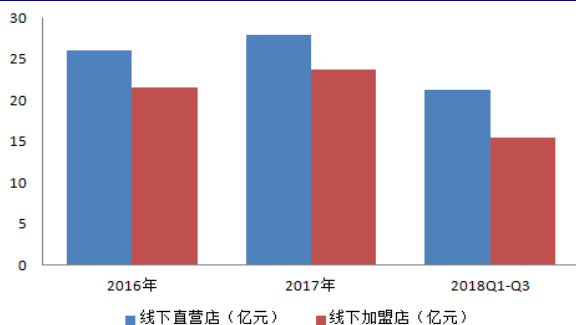
资料来源：公司公告，东莞证券研究所



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

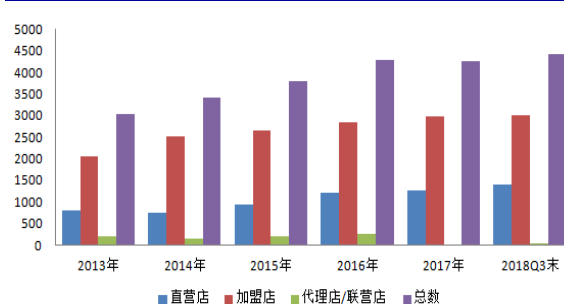
完成了线下销售模式的转变，渠道保持较快扩张。公司的销售模式完成了由“直营与加盟为主，联营为辅”向“直营与加盟互补”的转变。2017年公司关闭了乐町、MATERIAL GIRL品牌旗下低效联营门店，并将其余联营门店全部转换为直营店和加盟店，目前上述品牌联营店已经调整完毕，仅贝甜品牌尚有少量联营店。目前公司线下门店布局采取以一二线城市直营为主，其他城市以加盟为主的模式。近几年公司线下门店保持较快扩张。2015-2017年，线下直营门店年均净开店约176家，加盟门店年均净开店152家。2018年前三季度公司线下新开直营店262家、加盟店453家、联营店26家；关闭直营店126家、加盟店426家、联营店9家；门店总数净增加180家（含前三季度内新引入培育品牌贝甜童装和太平鸟巢门店合计56家）。三季度末，公司线下门店总数达到4431家，其中直营店1407家，加盟店3007家，联营店17家。

图 11：公司线下渠道营收（亿元）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 12：公司线下门店数量（家）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

与服装龙头森马服饰、海澜之家相比，公司线下渠道仍有较大扩张空间。2018年上半年末，森马服饰线下门店总数8864家，其中休闲服饰和儿童服饰门店总数分别达到3883家和4981家；海澜之家门店总数达到6097家，其中“海澜之家”品牌门店总数达到4694家，爱居兔门店总数达到1158家；拉夏贝尔门店总数达到9674家。2017年末，公司旗下品牌PEACEBIRD女装和男装门店总数分别为1526家和1226家，童装Mini Peace仅761家，乐町 LED' IN女装仅591家。与行业可比公司相比，公司目前终端门店还有较大扩张空间。

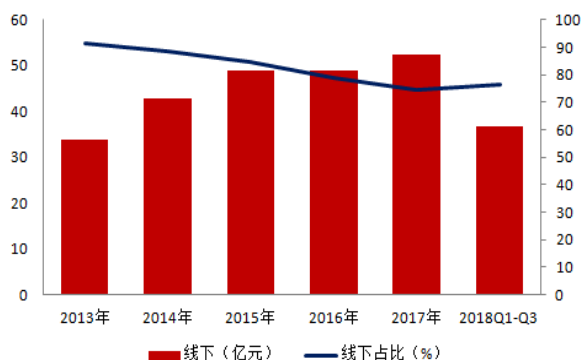
表 2：行业可比公司线下渠道数量及收入占比

代码	简称	2018 年上半年末线下门店总数（家）	2018H1 线下门店净增加（家）	2018H1 线下收入占比（%）	2018H1 线下收入同比（%）
603877.SH	太平鸟	4307	56	73.5	8.65
002563.SZ	森马服饰	8864	441	70	22.14
603157.SH	拉夏贝尔	9674	226	86	3
603196.SH	日播时尚	1016	27	90	11.19
600398.SH	海澜之家	6097	305	94	5

资料来源：公司公司，东莞证券研究所

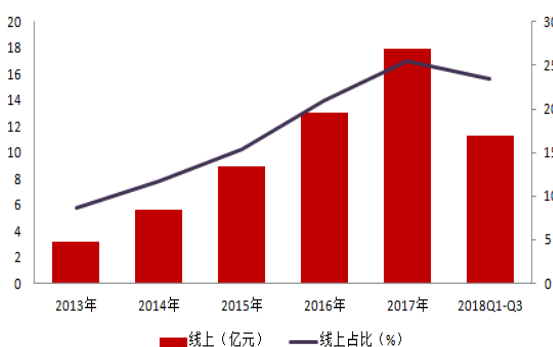
线上保持快增，收入占比持续提高。公司所有品牌的电商业务由公司电商事业部统一负责，电商事业部通过设立太平鸟购物网站(www.pb89.com)，以及入驻天猫商城、京东商城、唯品会等电子商务主流开放平台进行线上销售。公司于2016年3月推出“云仓”系统，通过商品、支付等维度打通，支持门店扫码购、门店自提等新业务；公司信息中心不断完善“云仓”系统，目前已覆盖全国23个省的全部自营门店和部分加盟店。2018 年上半年实现成交量23.71万件，同比增长0.51%，成交额 1.13亿元元，同比增长14.17%。近几年，公司线上销售保持规模不断扩大。网上销售实现的零售净额从2015年的11.1亿元增长至2017年的21.66亿元，年均复合增长率为39.7%。2018年前三季度，公司线上实现营业收入11.27亿元，同比增长16.16%，营收占比达到23%。

图 13：公司线下收入及占比（亿元，%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 14：公司线上收入及占比（亿元，%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

表 3：行业可比公司线上收入及占比

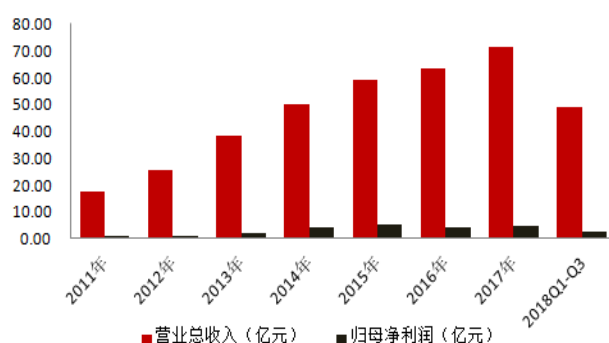
代码	简称	2018H1 线上收入（亿元）	2018H1 线上收入占比（%）	2018H1 线上收入同比（%）
603877.SH	太平鸟	8.28	26.5	23.6
002563.SZ	森马服饰	16.05	29	32
603157.SH	拉夏贝尔	6.26	14	0.17
603196.SH	日播时尚	0.47	9.5	1.96
600398.SH	海澜之家	5.81	6	34

资料来源：公司公司，东莞证券研究所

3. 公司业绩有望保持快增

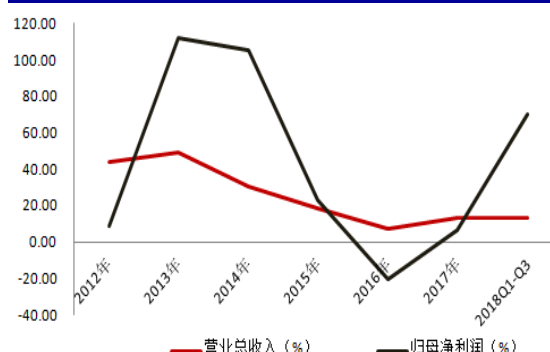
2017Q4业绩恢复正增长，2018年保持正向回升。公司2014年开始业绩增速持续下滑，2016年达到低点，2017年前三个季度净利润仍在下滑，自Q4开始恢复正增长。2018年业绩保持正向回升。2018年前三季度实现营业总收入48.88亿元，同比增长13.14%；实现归母净利润2.82亿元，同比增长69.72%。2018Q3实现营业总收入和归母净利润分别为17.19亿元和0.85亿元，分别同比增长14.5%和13.9%。公司2018Q1、Q2营收分别同比增长14.5%和9.99%，归母净利润分别同比增长131.88%和87.5%。公司2018年业绩保持较快增长主要得益于：（1）主营保持稳增；（2）存货库龄优化使存货跌价有所减少。（3）转让宜昌制造资产处置收益、理财收益和政府补助增加；如果剔除此类因素影响，预计营业利润同比增长约31%。

图 15：公司近几年业绩（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 16：公司近几年业绩同比增速（%）



资料来源：wind，东莞证券研究所

股权激励备考业绩考核要求高。公司于2017年9月完成了向激励对象授予限制性股票。本次激励对授予数量593.24万股；授予人数319人，包括中层管理人员和核心业务人员；授予价格13.96元/股。授予股份分三期分别按照30%、30%和40%比例解锁。解锁条件为：2017-2019年净利润分别不低于4.5亿元、6.5亿元和8.5亿元，同比增速分别为5.1%、44.4%和30.8%，三年年均复合增速约为25.7%。激励计划有助于调动核心人员的工作积极性，未来随着线下渠道扩张持续推进及线上保持快增，未来两年业绩达到股权激励目标的可能性较大。

4. 国内中档休闲服饰市场仍有较大成长空间

根据欧睿统计，2011-2015年，中国成人休闲服饰市场规模从4534亿元增长至6055亿元，年均复合增长7.5%。未来中国服饰市场规模将继续扩大，根据欧睿预测，2016-2020年，中国成人休闲服饰市场规模年均复合增长预计将达到7.3%；预计到2020年，我国成人休闲服饰市场规模将达到8603亿元。随着消费升级，中高档成人休闲服饰消费需求将不断上升。根据欧睿统计，2015年国内成人中档休闲服装市场零售额规模由2011年的1545亿元上升至2156亿元，年均复合增速约8.7%，其在成人休闲服装市场中的占比由2011年的34.1%提升到2015年的35.6%。预计到2020年，中档休闲服装市场规模将达到3164亿元，

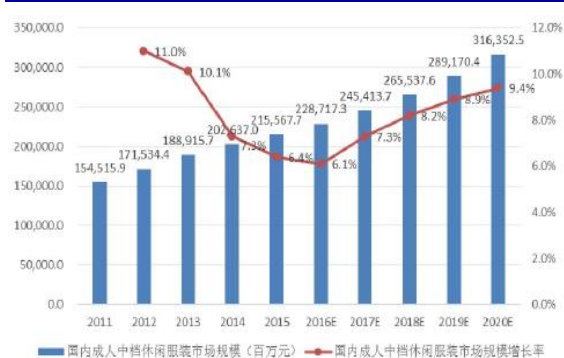
占成人休闲服装市场的比例将有望上升至37%。我国成人中档休闲服装市场集中度较高，2015年前十大企业市场集中度约为50%，其中太平鸟市占率约为2.7%。公司未来持续推进多品牌发展及全渠道发展战略，市场集中度有望提升。

图 17：我国成人休闲服饰市场规模（亿元）



资料来源：Euromonitor，招股说明书，东莞证券研究所

图 18：国内成人中档休闲服饰市场规模（百万元）



资料来源：Euromonitor，招股说明书，东莞证券研究所

5.投资建议：维持推荐评级

预计公司 2018-2019 年 EPS 分别为 1.39 元和 1.79 元，对应 PE 分别为 13 倍和 10 倍。公司持续推进多品牌梯度发展战略，线上线下有望保持快增，业绩有望保持稳增。经过前期下跌，当前估值较低。维持推荐评级。

风险提示：终端消费低迷、业绩增速低于预期等。

表 4：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	7,142	8,570	9855	11,334
营业总成本	6,638	7,766	8795	10,031
营业成本	3360	3,985	4,553	5214
营业税金及附加	72	69	84	96
销售费用	2449	2922	3252	3740
管理费用	545	686	788	850
财务费用	21	19	19	18
其他经营收益	13	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	13	0	0	0
营业利润	556	804	1060	1303
加 营业外收入	94	90	90	90
减 营业外支出	6	10	10	10
利润总额	643	884	1140	1383
减 所得税	190	221	285	346
净利润	453	663	855	1037
减 少数股东损益	(3)	(5)	(6)	(7)
归母公司所有者的净利润	456	668	861	1044
基本每股收益(元)	0.95	1.39	1.79	2.17
PE（倍）	18.86	12.88	10.00	8.24

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn